迈向平衡的增长：

利率管制、多重失衡与改革战略

陈斌开 陆 铭*

摘要：与国际经验相比，中国经济长期以来呈现出多重失衡的特征，中国经济多重失衡必然是由某些“异常”因素所致。基于利率管制的视角，本文在统一的框架下解释了本世纪初中国经济多重失衡的六个核心现象：产业结构快速资本深化，城市化滞后于工业化进程，就业增长速度落后于经济增长速度，劳动报酬增长滞后于劳动生产率增长，国民收入分配不断从居民向企业和政府倾斜，消费占 GDP 比重持续下降。相互关联的多重失衡是利率管制下中国经济“结构性动态无效率”的表现，“扭曲的增长”在未来难以持续。为赢得“改革”与“危机”的赛跑，让利率反映资本回报，是加快金融市场改革的重中之重。

关键词：利率管制、结构失衡、结构性动态无效率

一 引言

中国经济的结构性调整正在遭遇异常复杂的局面，方方面面的问题纠缠在一起，改革急需找到统领全局的举措。

从历史比较来看，中国似乎是一个“正常”的经济。标准的经济学理论告诉我们，一个有着人口红利和高储蓄率的经济能够实现快速增长，同时，城市化、工业化和全球化进程还在推动中国的结构转型，改善着中国经济的生产效率。但是，从国际比较的视角，中国无论怎样看都是一个奇异点。在可以进行比较的国家中，中国储蓄率最高，消费率最低，劳动收入占国民收入比重最低，城市化滞后于工业化的程度最严重，外汇储备最多，这一系列现象表明，中国经济多重失衡的背后，一定存在着一些“不寻常”的因素。

从发展趋势来看，近些年来，中国经济在诸多方面都出现了明显的“异常”：消费占 GDP 比重持续下降，投资和净出口比重持续上升；国民收入分配不断从居民向企业和政府倾斜；劳动报酬增长滞后于劳动生产率增长；工业（尤其是重工业部门）发展迅速，服务业部门发展滞后；城市化落后于工业化进程；就业增长速度远远赶不上经济增长速度……多重失衡在 2000 年以来愈演愈烈，构成了中国国民经济持续稳定健康发展的重要制约因素。2008 年国

*陈斌开：中央财经大学经济学院，电子邮件：chenbinkai@cufe.edu.cn；陆铭：上海交通大学和复旦大学，电子邮件：luming1973@sjtu.edu.cn。

本文是国家自然科学基金面上项目“金融抑制、资源错配与中国消费需求”（批准号：71273289）和国家社科基金重大招标项目“转型发展新阶段中国经济增长动力研究”（批准号：14ZDB120）、“推动我国经济持续健康发展的基本要求、根本途径和政策选择研究” （批准号：13&ZD015）的阶段性成果。作者感谢霍英东教育基金会（141086）、国家自科基金面上项目（71273012）、教育部新世纪优秀人才支持计划、“当代中国经济与社会工作室”的支持，以及上海交通大学、复旦大学和金融四十人论坛与会者的讨论。

际金融危机以后，外部需求萎缩的趋势难以扭转，如果国内经济结构不能有效实现“再平衡”，中国未来经济持续增长将面临巨大挑战。

对于分析中国经济而言，必须要在两个方面保持谨慎。首先，中国经济的多重失衡不应被理解为中国居民特殊偏好（比如更喜欢储蓄）的结果，而应看作是某种“扭曲”力量的后果，这种扭曲将使经济增长偏离新古典经济增长理论中的动态最优路径。其次，中国经济的多重失衡之间存在着内在逻辑一致的相互关联。如果不对中国经济采取“中医”式的全局观点，那么，仅对局部的失衡问题进行分析，所得到的结论和政策建议并不能为有效治理失衡提供参照。

本文认为，如果要为中国经济多重失衡找到一个最为关键的影响因素，这个因素就是金融抑制下的利率管制政策。金融抑制的直接体现是，实际利率长期处于低估状态，而其背后更深层次的原因在于，中国需要为国有部门和地方政府融资提供金融方面的补贴。低利率鼓励了投资，促进了短期经济增长。但同时，低利率鼓励企业使用资本密集型技术，使得产业结构快速资本深化，工业（尤其是重工业）获得了超常的发展。资本密集型产业的超常发展将使就业增长速度远远赶不上经济增长速度，加剧了城市化落后于工业化进程的局面。超常的资本深化还将造成劳动报酬增长滞后于劳动生产率增长，使国民收入分配更向资本倾斜，而劳动收入占国民收入比重下降。当投资受到鼓励时，居民消费却受制于劳动收入的缓慢增长，大量生产能力必需依赖出口来消化，而消费者的进口需求却有限，于是导致外贸盈余持续增长。

本文将详细论述中国利率管制、多重失衡与经济效率之间错综复杂的逻辑关系。在接下来的内容里，第二节基于跨国数据刻画中国多重失衡的现象，说明中国经济结构在诸多方面都与国际经验存在偏离。第三节从理论上研究利率管制对经济结构的影响，分析了利率管制导致多重失衡的逻辑机制。第四节以中国经济为对象，用实际数据检验利率管制与收入分配结构、需求结构、产业结构和城乡结构的关系。第五节从“结构性动态无效率”的理论视角分析多重失衡的福利损失，探讨中国经济“再平衡”的必要性和现实路径。第六节则以“从失衡走向平衡”为题，展望了中国经济的结构调整之路，作为本文的结论。

二 与众不同的中国经济：多重失衡的表现

近年来，中国经济多重失衡日益严重，主要表现在内外需求结构失衡、产业结构扭曲、收入分配结构不合理等方面，这些现象同时出现不可能由某个数据的统计失误来解释，更不可能是仅仅因为巧合。

我们先来看一组消费的数据。从表1中可以看出，2013年中国消费率仅为51%，远远低于美国、英国、德国等主要西方国家。同时，中国消费率也大大低于日本、韩国等其他文化相近的亚洲国家。与经济发展水平相当的印度、巴西和其他中等收入国家相比，中国消费率也严重偏低。若考虑到中国政府在教育、医疗、养老等公共消费领域投资严重不足的现实，中国真实消费水平甚至更低（Aziz 和 Cui, 2007）。即使在考虑了经济发展阶段、经济增长率、人口学特征、养老保险覆盖情况、政府财政政策、金融发展程度、城市化水平、产业结构等方面的因素以后，中国消费率仍低于预期水平超过10个百分点（Kujis, 2005）。从消费率和居民消费率的比较中可以看出， 2013年中国居民消费率仅为37%，远远低于其他国家，居民低消费率是中国最终消费率偏低的主要原因。事实上，中国居民消费率已经低于日本和韩国经济发展过程中居民消费率的最低点。[①①]

[①] 世界银行（WDI）数据显示，日本居民消费率最低点出现在 1970 年附近，为 48.2%，韩国居民消费率最低点出现在 2000 年左右，为 49.3%，都高于中国 2013 年的居民消费率（37%）。

表1 世界主要国家需求结构（2013）

国家	美国	英国	德国	日本	韩国	印度	巴西	中国
最终消费率（%）	84	85	75	82	66	70	82	51
居民消费率（%）	68	65	56	61	51	59	62	37
净出口率（%）	-3	-2	6	-3	5	-3	-2	3

数据来源: World Development Indicators (WDI)，经作者计算得到。

注：最终消费率是指（总消费/GDP）；居民消费率是指（居民消费/GDP）；净出口率为商品和服务出口占GDP比重减去商品和服务进口占GDP比重；外汇储备比重为外汇储备总额（不包含黄金储备）占GDP比重。

消费需求不足意味着大量产能只能通过外需来消化，从表1中可以看出，即使在外需疲软的2013年，中国净出口占GDP比重依然高达3%。事实上，自加入WTO以来，中国外贸顺差持续维持在高位，2007年峰值时期净出口占GDP比重曾高达8.7%。长期外贸失衡导致中国外汇储备激增，2013年中国外汇储备占GDP比重高达37%[②]，是世界上外汇储备最多的国家。长期的外贸顺差和过高的外汇储备不仅带来越来越多的国际贸易争端，对本国宏观经济的稳定发展也产生了不利影响。大量外汇占款已经开始使中国的货币发行被动地适应兑换外汇的需求，削弱了中国货币政策的独立性，损害了政府宏观调控的能力。

在内外需求失衡的同时，中国国内生产结构失衡问题也同样严重。表2刻画了世界主要国家产业结构和城乡结构的基本特征。

表2 世界主要国家产业结构与城乡结构（2013）

国家	美国	英国	德国	日本	韩国	印度	巴西	中国
第二产业占GDP比重（%）	21	20	31	26	38	31	24	44
服务业占GDP比重（%）	78	79	68	73	59	51	70	47
城镇人口占总人口比重（%）	81	82	75	92	82	32	85	53

数据来源: World Development Indicators (WDI)。

从表 2 中可以看出，中国 2013 年工业占 GDP 的比重高达 44%，大大高于美国、英国、德国等西方发达国家，也远远高于日本、韩国等亚洲国家。与印度、巴西等主要发展中国家相比，中国工业占 GDP 比重也要高出近 20 个百分点。相应地，中国服务业发展相对滞后，2013 年服务业占 GDP 比重仅为 47%，比西方发达国家低近 30 个百分点，也大大低于日本、韩国等亚洲国家和印度、巴西等发展中国家。在工业化快速推进的同时，中国城市化也在稳步进行，但城市化进程大大滞后于工业化。2013 年，中国城镇常住人口占总人口比重为 53%，仅高于经济发展程度更低的印度，而大大低于世界其他主要国家。如果以工业化程度为参照，中国城市化与工业化之比最低，反映了中国城市化落后于工业化的事实。

除生产结构和城乡结构外，中国收入分配结构也呈现出与众不同的特征。表 3 描述了世界主要国家收入分配结构。

[①] 一种质疑是，中国居民的消费统计中低估了住房消费。在大量居民不为自有住房支付租金的情况下，住房消费的低估主要体现在住房购买支出方面。值得强调的是，购买住房的支出在国际惯例下应该计为“投资”，而不是消费。在中国，即使我们将购买房地产投资全计为消费，消费占 GDP 比重依然偏低。例如，在 2013 年， 即使将中国住房投资全部统计为消费，中国消费率也仅为 65.6%，低于其他主要国家。数据来源:《中国统计年鉴，2014》，经作者计算得到。另外，即使用住房拥有者使用等价租金法来估计其住房消费，也仍然不能解释消费占 GDP 比重低的现象（赵奉军，2015）。

[②] 数据来源：World Development Indicators(WDI)。

表3 世界主要国家国民收入分配结构（2010）[①]

国家	美国	英国	日本	印度	巴西	中国
家户部门初次分配收入（不包括财产收入）占国民总收入比重（%）	74	63	61	71	58	55
家户部门初次分配收入占国民总收入比重（%）	81	71	65	81	64	57
家户部门可支配收入占国民可支配总收入比重（%）	76	61	60	81	62	57

数据来源：原始数据来自联合国统计数据库（UNdata），经作者计算得到，德国和韩国数据缺失，数据更新至2010年。原始数据下载地址：http://unstats.un.org/unsd/nationalaccount/madt.asp。

在初次分配中，家庭收入主要来自劳动收入和财产性收入。为观察两种不同收入来源对家庭收入和国民收入分配结构的影响，表3第1行给出了不考虑财产性收入时家户部门收入占国民收入的比重，反映家庭部门在社会生产中的作用。[②]不难看出，中国家庭部门劳动收入占比比其他主要国家都要低。如果考虑家庭收入另外一个重要来源——财产性收入，中国家庭收入占比则相对更低。比较第一、二两行可以发现，劳动收入是家庭最重要的收入来源，财产性收入占比相对较低。同时，中国财产性收入占比大大低于其他国家，[③]反映了中国家庭从金融市场获得收益很低的事实。经过再分配后，中国家庭部门可支配收入占比依然低于其他国家，说明政府再分配政策没有显著改变中国家庭收入占比偏低的现实。[④]

从以上国际比较中可以看出，中国经济在众多重要方面都表现异常。内外需求结构、产业结构、城乡结构、收入分配结构的多重失衡同时出现在中国。中国各种经济结构失衡之间是否存在内在的逻辑联系？如何理解中国多重失衡背后的根本原因？后文将对这些问题展开探讨。

三 利率管制与多重失衡：理论分析

金融是经济的血液，血流不畅则经济失衡。本部分将探讨金融抑制与多重失衡的关系，为研究中国多重失衡问题提供一个理论分析框架。大量研究表明，金融市场不完备程度对一国的收入分配有重要影响（Aghion 和 Bolton, 1997; Townsend 和 Ueda, 2006）。在中国，金融市场不完备主要表现为普遍存在于发展中国家的金融抑制现象。金融抑制主要形式包括存贷款利率限制和资本帐户管制（Bai et al., 1999）。与其他国家相比，中国的金融抑制现象尤其严重，研究表明，中国官方利率至少比市场利率平均低 50%- 100%，[⑤]且绝大部分低息贷

[①] 根据联合国国民经济核算体系 2008 年的核算规则，一国国民收入分配核算主体分为非金融公司、金融公司、一般政府、为家户服务的非营利机构和家户部门。表 3 使用家户部门收入占比来度量一国国民收入分配结构。

[②] 初次分配中家户部门主要收入来源（不包括财产性收入）是自我雇佣收入和受雇佣者的劳动收入。由于这两种收入主要源自家庭劳动投入，这个指标可以在一定程度上反映家庭劳动在社会生产过程中的作用。

[③] 从数据中不难看出，中国财产性收入占比仅为 2%（57%-55%），而美国为 7%，英国为 8%，日本为 4%，印度为 10%，巴西为 6%，均高于中国。

[④] 政府再分配政策主要涉及来自个人所得税等直接税的收入，以及养老金等转移支付的支出。由于个人所得税是美国、英国等西方发达国家的主要税种，再分配政策导致这些国家家庭部门收入占比下降。相反，中国主要税种是增值税，个人所得税占比相对较低，因此再分配政策对家庭部门收入的影响很小。

[⑤] 事实上，中国改革开放以来实际利率长期处于非常低的水平。CEIC 数据显示，从 1987 年 1 月到 2009 年 12 月，中国平均真实贷款利率不到 1%，存款利率则更低。数据来源：CEIC 数据库，经作者计算得到。

款配置给了与政府关系密切的国有企业（Garnaut et al.，2001; 卢峰和姚洋，2004）。金融抑制的其他主要表现形式包括银行业进入管制、信贷配给、准备金管制、政府对金融业直接干预（如窗口指导）、国有银行体系、资本项目管制、资本市场管制等（Abiad et al.，2008）。其中，利率管制是金融抑制最重要的表现形式。如果一国政府人为压低利率，信贷市场就必然出现供需不等，市场出清无法实现，这就要求政府直接干预金融市场，造成了信贷配给、准备金管制和窗口指导等现象。在此背景下，私人金融机构有激励通过提高存贷款利率获取更高利润，导致利率管制政策失效，要保证利率管制政策的"有效性"，政府需要对银行业准入进行严格监管，限制资本市场发展，维持以国有银行为主体的金融体系。同时，利率管制导致利率平价（即国家间实际利率趋同）无法成立，因此政府需要进行资本项目管制，以防止资本通过跨国流动进行套利。从历史的视角来看，在计划经济时期，为支持不符合本国比较优势的重工业企业的发展，政府人为地压低了资金价格——利率（陈斌开和林毅夫，2012），这直接导致了中国金融市场的一系列现象，如银行业准入管制、信贷配给、准备金管制、窗口指导、国有银行体系、资本项目管制、资本市场管制等。下面，我们利用一个简单的模型来展现金融抑制的核心特征——利率管制对多重失衡的影响。对于数学不感兴趣的读者可以跳过本节，并不影响对于后文的理解。

假设经济中存在两类主体，企业家和工人。企业家是资本拥有者，他们通过雇佣工人进行生产，并获取利润。企业家获取的利润将用于再投资，是社会投资的源泉。工人为企业家工作，获取劳动收入并用于消费。[①]与 Ju，Lin 和 Wang（2015）的模型设定相同，我们假设企业的生产函数满足里昂惕夫形式：[②]

$$F_n = Min\{\frac{k}{a^n}, l\} \quad ，a>1， \quad n \in [1,N] \tag{1}$$

其中，F_n 表征第 n 种生产技术，n 为连续变量，分布于 1 和 N 之间，且 N 足够大，k 为企业拥有的资本存量，l 为就业人数。在 $a>1$ 的条件下，n 越大，该技术的资本密集度越高，[③]企业家可以在不同资本密集度的技术之间进行选择。社会总产值是各类技术生产产品产值的总和：

$$Y = \sum \gamma^n F_n \tag{2}$$

其中，γ表征不同资本密集度技术的生产率，[④]为保证企业技术选择的存在性，我们有：

假设 1. 不同资本密集度技术的生产率γ满足 $1<\gamma<a$。

如果$\gamma \leq 1$，给定劳动雇佣量，选用资本密集型技术将耗费更多的资本，但产出水平不变或更低，因此企业家没有激励选择资本密集型技术，经济中只存在劳动密集型技术（n=1），即企业家不存在有意义的技术选择。如果$\gamma \geq a$，给定资本量，选择资本密集型技术将耗费更少的劳动，但产出水平不变或更高，因此企业家没有激励选择劳动密集型技术，经济中只存在资本密集型技术，企业家也就同样不存在有意义的技术选择。只有当假设 1 满足，企业家

[①] 家庭只通过劳动获得收入在中国具有现实合理性。中国的金融市场不完备，使得普通百姓很难进入直接融资市场，不能充分分享资本收入。以股市为例，其震荡幅度非常大，给普通投资者带来的风险巨大，很难吸引一般投资者进入。中国的债券市场规模较小，大量债券品种也不对普通百姓开放。同时，中国的国有企业很少向股东分红，而普通老百姓的创业成本又非常高。因此，中国的一般百姓的主要收入来源就是劳动收入。从表 3 中可以看出，中国财产性收入占比仅为 2%，在世界主要国家中是最低的。

[②] 使用里昂惕夫生产函数主要是为了计算的方便，大量最新文献也开始采用里昂惕夫生产函数形式，如 Buera 和 Kaboski (2012a, b)。

[③] 在企业进行生产决策时，要素投入必然满足 $l=k/a^n$，即 $k=la^n$，因此，在 $a>1$ 的条件下，n 越大，单位劳动消耗的资本量越大，资本密集度越高。

[④] 由于 Y 为总产值，因此，生产率γ既包含真实生产率的信息，也包括各类产品价格的信息，换而言之，γ 可以理解为名义生产率。

可能选择劳动密集型技术，也可能选择资本密集型技术，这才存在技术选择问题。

假设经济中的资本总量为 K，劳动总量为 L。因此，企业家的最优化问题可以简化为，在给定利率 r、工资 w 和产出水平 Y 的约束条件下最小化其成本，即：

$$Min\ rk+wl$$

$$\text{s.t. } Y=\sum \gamma^n F_n \qquad (3)$$

对于（3）式的最优化问题，我们分两步来求解。首先，假设企业家选择技术 n，此时 $Y=\gamma^n l$，资本量为 $k=a^n l$。其次，将 k 与 Y 的表达式带入（3）式，企业最优化问题转换为：

$$Min\ (ra^n / \gamma^n + w/\gamma^n)Y \qquad (4)$$

其一阶条件为：

$$ra^n / \gamma^n * \ln(a/\gamma) - w/\gamma^n * \ln(\gamma) = 0$$

企业的最优技术选择满足：[①]

$$a^n = \frac{w \ln \gamma}{r(\ln a - \ln \gamma)} \qquad (5)$$

从（5）式可以看出，利率水平越低，工资-利率比越高， n 越大，企业家更倾向于采用资本密集型技术。这是完全符合经济学直觉的，当资本相对价格下降，企业家倾向于使用资本替代劳动，资本密集度越高。结合（1）式，为使经济中的资本和劳动都能得到充分利用，企业家的技术选择满足：

$$a^n = \frac{K}{L} \qquad (6)$$

结合（5）式和（6）式可以看出，当一个经济体人均资本量越高，资本相对于劳动的价格（利率-工资比）越低，经济中的企业家就更倾向于使用资本密集型技术。其经济学直觉是，当人均资本量上升，经济中资本供给上升，在给定资本需求的情形下，资本价格相对下降，企业家有激励使用资本替代劳动，选择资本密集型技术。以上讨论可以总结为命题 1：

命题 1：在没有政府干预的情形中，一国人均资本量越高，资本相对于劳动的价格（利率-工资比）越低，企业家生产技术的资本密集度越高。

下面开始考虑利率管制对一国经济的影响，如果政府干预金融市场，压低利率水平，这将影响企业的最优技术选择和整个经济的均衡。为方便比较，我们将没有政府干预情形下的企业最优技术选择、利率、工资、总产出、就业分别记为 n_o，r_o，w_o，Y_o，l_o，利率管制下的技术选择、利率、工资、总产出、就业分别为 n_f，r_f，w_f，Y_f，l_f。$r_f / r_o < 1$ 刻画了利率管制的程度，r_f / r_o 越小，利率管制程度越高。

本文首先研究利率管制对一国国民收入分配、工人工资、家庭消费和企业投资的影响。当金融市场利率从 r_o 被人为压低到 r_f 时，企业家技术选择取决于

$$a^{nf} = \frac{w_f \ln \gamma}{r_f(\ln a - \ln \gamma)} \qquad (7)$$

此时，家庭劳动收入占比可以表示为：

[①] 本文最优技术选择条件与 Ju 等(2015）有差异的原因是我们假设 n 是连续的，而 Ju 等 (2015）假设 n 是离散的，二者在本质上是一致的。

$$\frac{w_f l_f}{r_f} = \frac{l_f w_f}{l_f \gamma^{n_f}} = \frac{w_f}{\gamma^{n_f}} \tag{8}$$

（8）式可以转换为另外一种形式：

$$\frac{w_f l_f}{r_f} = \frac{w_f}{\gamma^{n_f}} = \frac{w_f}{r_f / l_f} = \frac{\text{工资}}{\text{劳动生产率}} \tag{8'}$$

从（8'）式可以看出，劳动收入占比与工资-劳动生产率比重是完全等价的。换而言之，利率管制对劳动收入占比的影响和对工资-劳动生产率比重的影响是等价的。 从（7）、（8）、（8'）三个式子可以看出，利率管制对企业家技术选择、劳动收入分配和工资-劳动生产率比重的影响取决于经济中工资的变化情况。利率下降将导致资本价格下降，企业家有激励使用资本替代劳动，引致劳动需求下降，进而导致工资水平下降。然而，由于制度、激励等方面原因，工资水平不一定会与利率水平同幅度下降，因此，我们分三种不同情形分析利率管制对一国国民收入分配、工人工资、家庭消费和企业投资的影响。

情形 1：工资下降幅度低于利率压低程度，即 $w_f / w_o > r_f / r_o$。

在此情形下，与没有政府干预时相比，资本相对价格下降，劳动相对价格上升（$w_f / r_f > w_o / r_o$），企业家有激励选择更加资本密集型的技术进行生产，即 $n_f > n_o$。同时，在给定工资水平的前提下，利率水平 r_f 越低，n_f 越大，即企业生产技术的资本密集度越高。

从（8）式中可以看出，压低利率将从两个渠道影响家庭劳动收入占比。首先，企业家以资本替代劳动将导致劳动需求下降，工资水平下降（w_f 更小）直接降低了劳动收入份额。其次，压低利率导致企业家选择更加资本密集型技术（n_f 更大，γ^{n_f} 更大），进一步降低了产出中的劳动收入份额。在工资水平 w_f 给定的前提下，[①]利率压低程度越高（r_f 越小），劳动收入份额越低，工资-劳动生产率比重越低。

情形 2：工资下降幅度等于利率压低程度，即 $w_f / w_o = r_f / r_o$。

在此情形下，企业家面对的要素相对价格没有变化（$w_f / r_f = w_o / r_o$），其最优技术选择不变，即 $n_f = n_o$。然而，利率压低将导致工资水平同比例下降，根据（8）式可知，w_f 下降将导致劳动收入占比下降。利率压低程度越高（r_f 越小），工资水平越低（w_f 越小），劳动收入占比越低，工资-劳动生产率比重越低。

情形 3：工资下降幅度大于利率压低程度，即 $w_f / w_o < r_f / r_o$。

在此情形下，与没有政府干预时相比，企业家资本相对价格上升，劳动相对价格下降（$w_f / r_f < w_o / r_o$），企业家有激励选择更加劳动密集型的技术进行生产，即 $n_f < n_o$。结合（7）式，可以计算出此时的劳动收入占比为：

$$\frac{w_f l_f}{r_f} = \frac{w_f}{\gamma^{n_f}} = \frac{w_f}{a^{n_f}} \frac{a^{n_f}}{\gamma^{n_f}} = \frac{r_f (\ln a - \ln \gamma)}{\ln \gamma} \frac{a^{n_f}}{\gamma^{n_f}} \tag{8"}$$

在情形 3 中，工资下降幅度大于利率下降程度，因此资本密集度 n_f 是利率 r_f 的增函数。从（8"）式中可以看出，利率压低程度越高，r_f 越小，n_f 越小，劳动收入占比越低。[②]其经济学直觉在于，尽管工资相对下降将导致企业家选择更加劳动密集型技术（n_f 更小），但工资下降导致劳动收入份额下降的直接效应大于技术选择的间接效应，导致劳动收入占比下降，工资-劳动生产率比重下降。

---

① 工资水平下限受到制度、激励等方面因素（如户籍制度、效率工资）的影响，这个下限与利率压低程度没有直接关系，因此将此下限视为给定是相对合理的。

② 从（8"）可以看出，劳动收入占比是 r_f 的增函数，由于 $\gamma < a$，劳动收入占比也是 n_f 的增函数。

由此可见，无论在何种情形下，利率压低都将导致劳动收入份额下降，工资-劳动生产率比重降低。利率压低程度越高，利率越低，劳动收入占比越小，工资-劳动生产率比重越低。在本文模型设定下，家庭劳动收入全部用于消费，劳动收入占比下降意味着消费占总产出比重下降。[①]同时，家庭劳动收入占比下降意味着企业家资本收入占比上升，由于企业家收入上升全部用于投资，资本收入上升将进一步导致投资占总产出比重上升。[②]以上讨论总结为命题 2：

命题 2：利率管制将导致劳动收入占国民收入分配比重（劳动收入占比）下降，工资-劳动生产率比重降低，消费占总产出比重（消费率）下降，投资占总产出比重（投资率）上升。利率越低，劳动收入占比越小，工资-劳动生产率比重越低，消费率越低，投资率越高。

上文的理论逻辑表明，利率管制意味着资本价格相对下降，企业有激励使用资本替代劳动，导致劳动需求下降。在劳动供给不变的前提下，劳动需求下降意味着均衡的工资水平下降。然而，在现实中，由于经济和社会制度等方面因素的影响，在劳动需求下降时，企业往往无法大幅度削减工资，导致工资下降幅度小于利率下降幅度。在经济方面，效率工资可能导致企业不愿意削减工资。在制度环境方面，工会和最低工资制度都会导致企业无法削减工资。更为重要的是，中国目前依然是一个城乡二元经济，农民可以在农村获得一个基本收益，而这决定了农民在城镇就业的保留工资，企业无法将工资削减到农民保留工资之下。同时，在户籍制度的制约下，农民无法在城镇享受教育、医疗、住房、养老等公共服务，这进一步提高了农民进城的机会成本，导致农民保留工资上升，限制了企业下调工资的空间。由此可见，工资下降幅度小于利率压低程度（上文讨论的情形 1）是更符合现实的一种情况，我们将在这种情形下研究利率管制对产业结构、就业等重要经济变量的影响。

从（7）式可以看出，当工资下降幅度低于利率压低程度（$w_f / w_o > r_f / r_o$），劳动价格劳动相对资本价格上升（$w_f / r_f > w_o / r_o$），企业家有激励选择更加资本密集型的技术进行生产，即$n_f > n_o$，经济中的产业结构呈现更为资本密集化的倾向。在工资水平w_f给定的前提下，利率越低（r_f越小），生产技术的资本密集度越高，产业结构更为资本密集。

此时，由于劳动价格相对偏高，经济体中的劳动力无法实现充分就业。经济中的总就业人数为$l_f = K/a^{n_f}$，就业率l_f/L为：

$$\frac{l_f}{L} = \frac{r_f(\ln a - \ln\gamma)}{w_f \ln\gamma}\frac{K}{L} = \frac{r_f(\ln a - \ln\gamma)}{w_f \ln\gamma}\frac{w_o \ln\gamma}{r_o(\ln a - \ln\gamma)} = \frac{r_f / r_o}{w_f / w_o} \tag{9}$$

从（9）式可以看出，在工资水平w_f难以下调的情形中，经济中存在失业问题，利率越低（r_f越小），就业率越低，失业率越高。我们可以进一步将单位产出所创造的就业量表示为：

$$\frac{l_f}{Y} = \frac{l_f}{l_f \gamma^{n_f}} = \gamma^{-n_f} \tag{10}$$

结合（7）和（10）式可以看出，利率越低，技术的资本密集度越高（n_f越大），单位产出创造的就业就越少。对于一个正处于快速工业化进程的经济体而言，（10）式还可以从另外一个角度去理解，l_f和Y分别表征城镇部门的就业和产出，l_f刻画了一个经济体的城市化水

[①] 这种模型设定主要是出于研究上的简化，同时也具备一定现实合理性。2012 年《中国统计年鉴》数据显示，2011 年中国消费需求中的 72%来自居民消费。更重要的是，2000 年以来，中国消费需求下降主要是由居民消费需求下降导致的，数据显示，中国消费率由 2000 年的 62.3%下降到 2011 年的 49.1%，下降了 13.2 个百分点，同一时期，中国居民消费率由 46.4%下降到 35.4%，下降了 11 个百分点，对消费率下降的贡献为 83%。

[②] 中国固定资产投资的主体是企业，2014 年《中国统计年鉴》数据显示，农户家庭固定资产投资总额占全社会固定资产投资总额不足 3%。

平，Y则代表了该经济体的工业化水平。l_f/Y可以理解为一个经济体城市化与工业化协调程度的度量，l_f/Y越小，说明该经济体城市化滞后于工业化越严重。如果从这个角度去理解，（10）式意味着，一国利率压低越严重，技术的资本密集度越高（n_f越大），该国城市化滞后于工业化的程度越大。以上讨论总结为命题3：

命题3：在工资下降幅度低于利率压低程度的现实情形下，利率管制将导致企业更倾向于选择资本密集型技术，产业结构趋于资本密集化，这将进一步导致城镇就业率下降，单位产出创造就业减少，城市化落后于工业化。利率越低，产业资本密集度越高，城镇就业率越低，单位产出创造就业越少，城市化滞后于工业化越严重。

四 利率管制与中国经济多重失衡

上节理论所刻画的利率管制影响经济结构的机制具有一般性，而中国数据恰恰可以佐证这一机制。我们将分别讨论利率管制对收入分配结构、需求结构、产业结构和城乡结构的影响，为中国经济多重失衡提供一个逻辑一致的解释。[①]

（一）利率管制与国民收入分配结构失衡

近年来，中国国民收入分配不断从居民向企业和政府倾斜，家庭收入占国民收入的比重由 2000 年的 67.5%快速下降到 2008 年的 58.2%，同一时期，政府收入占比从 14.5%上升到 19%，企业收入占比从 17.9%上升 22.7%。[②]国民收入分配结构的持续恶化已经引起了政府的高度重视，中共十八大报告将改善国民收入分配作为未来经济工作的重点，要求“努力实现居民收入增长和经济发展同步、劳动报酬增长和劳动生产率提高同步，提高居民收入在国民收入分配中的比重，提高劳动报酬在初次分配中的比重”。[③]然而，要实现国民收入分配改善，首先必须理解过去十年国民收入分配持续恶化的原因。[④]

本文命题 2 指出，利率压低将导致劳动收入占国民收入比重下降，资本收入占国民收入比重上升，国民收入从居民向企业倾斜。[⑤]利率越低，劳动收入占比越低。为检验命题 2 在中国是否成立，图 1 描述了 1992-2012 年间中国实际利率与国民收入分配的关系。

---

① 需要指出的是，真实利率可能具有一定的内生性，它可能受到资金市场供给、需求等一系列因素的影响。本文的主要逻辑是，如果真实利率主要是由资金供求（如储蓄等）所影响，则我们应该观察到真实利率具有顺周期性：经济越好，资金需求越大，真实利率越高。而中国的情形与此相反，名义利率管制导致真实利率呈现逆周期特征。因此，真实利率偏低更有可能是由利率管制所造成。然而，尽管利率管制是真实利率低估的重要原因，但不能简单认为中国真实利率偏低完全是由利率管制所导致。由于中国存款利率和贷款利率的波动是基本一致的，本文后续数据分析统一使用真实存款利率，使用真实贷款利率对本文分析没有影响。

② 数据来源：《中国统计年鉴》，2014。

③ 胡锦涛，2012，“坚定不移沿着中国特色社会主义道路前进 为全面建成小康社会而奋斗--在中国共产党第十八次全国代表大会上的报告”。

④ 近年来，大量文献开始研究中国国民收入分配结构不合理的原因，发现经济发展水平提高、产业结构从农业向工业转型、劳动力无限供给、公共部门盈利动机和政府基础设施投资可能导致劳动收入占比下降（李稻葵等，2009；白重恩、钱震杰，2009a, b；龚刚、杨光，2010；徐忠等，2010；Chen and Yao ，2011）。然而，这些文献大多难以解释上世纪 90 年代末期国民收入分配结构的结构性转变。

⑤ 金融抑制还可能通过其他渠道影响国民收入分配。在现实中，居民是存款者，企业是借款者，低利率政策实际上是一种居民补贴企业的财富分配机制，这也将导致国民收入分配不断从居民向企业倾斜。

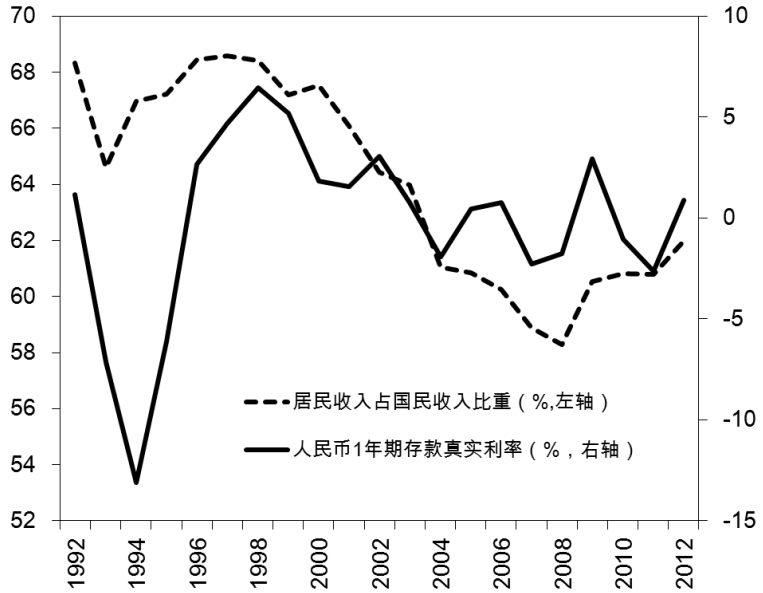

图 1 实际利率和国民收入分配（1992-2012）[①]

在国民收入分配不断从居民向企业和政府倾斜的同时，中国出现的另外一个重要现象是劳动者报酬增长率低于劳动生产率上升的速度。2002~2008 年间，中国平均劳动生产率由 16421 元/人上升到 41560 元/人，上升了 2.53 倍，同一期间，劳动者年平均报酬由 8802 元/人上升到 19918 元/人，上升了 2.26 倍，低于劳动生产率上升速度。[②]本文命题 2 指出，利率压低可能是劳动者报酬增长速度低于劳动生产率增长的重要原因，利率越低，劳动者报酬-劳动生产率之比越低。为检验该推论在中国是否成立，图 2 描述了 1992-2012 年间中国实际利率与劳动者报酬-劳动生产率比值的关系。

[①] 数据来源:《中国统计年鉴，2014》;《中国资金流量表历史数据：1992-2004》；中国人民银行网站。1992-1999 年国民收入分配数据来自《中国资金流量表历史数据：1992-2004》，2000-2012 年国民收入分配数据来自 2014 年《中国统计年鉴》，其公布的最新资金流量表数据截止于 2009 年。实际利率通过中国人民银行年初公布的一年期存款利率减去当年的 CPI 得到。由于中国存贷款利差比较稳定，使用存款利率或贷款利率进行分析结果是一致的，本文将统一使用存款实际利率作为金融抑制的表征。

[②] 平均劳动生产率定义为（国内生产总值/总就业人口），平均劳动者报酬定义为（初次分配中劳动者总报酬/总就业人口）。数据来源：《中国统计年鉴，2013》。平均劳动者报酬与平均劳动生产率增长率差异相对较小可能是因为农业部门劳动报酬和劳动生产率关系是比较稳定的。基于中国工业企业调查数据库的分析发现，1998-2007 年间，中国工业部门平均劳动生产率上升了 6 倍，而平均工资上升不到 2 倍，工资上涨远远滞后于劳动生产率的上升。（数据来源：中国工业企业调查微观数据库，数据库详细介绍参见聂辉华等（2012）。）遗憾的是，国家统计局没有公布工业部门劳动报酬和工资数据，因此我们无法获得工业部门劳动报酬和劳动生产率差异的长时间序列数据。

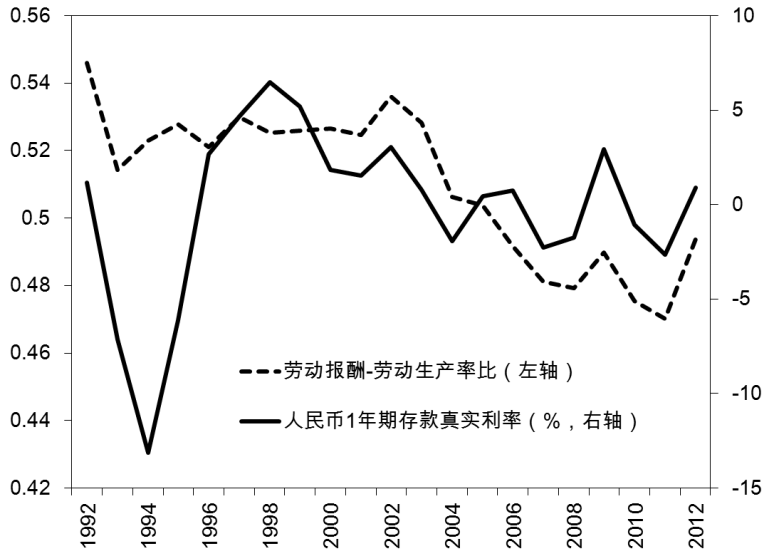

图 2 实际利率和劳动者报酬-劳动生产率比值（1992-2012）[①]

从图 2 中可以看出，中国劳动者报酬-劳动生产率之比在 2002 年之后呈现快速下降趋势，反映了中国近年来劳动者报酬增长落后于劳动生产率提高的事实，这也是中共十八大报告强调要实现“劳动报酬增长和劳动生产率提高同步”的现实背景。从实际利率和劳动者报酬-劳动生产率比值的关系上看，实际利率偏低可能构成中国劳动者报酬增长跟不上劳动生产率提高的重要原因。1993-1995 年间，中国实际利率为负，劳动者报酬-劳动生产率比值也较低；1996-2002 年，实际利率相对有所提高，劳动者报酬-劳动生产率比值也比较稳定；2002 年以来，利率再次被持续压低，劳动者报酬-劳动生产率比值则不断下降；2009 年和 2012 年，实际利率均有所回升，劳动者报酬-劳动生产率比值也相应上升。

从上述分析中可以看出，实际利率与劳动收入占比、劳动者报酬-劳动生产率比值关系非常密切，说明利率压低可能是造成近年来中国国民收入分配不断从居民向企业和政府倾斜，劳动者报酬增长落后于劳动生产率增长的重要原因，很好地支持了命题 2 的结论。

（二）利率管制与需求结构失衡

内外需求结构失衡是中国经济持续健康发展面临的另一潜在威胁。在短期的需求结构分析中，消费、投资、净出口被称为经济增长的“三驾马车”，在长期内，这三驾马车的关系在本质上是需求与供给之间的关系，如果消费需求比例过低，而净出口不能持续增长，则投资的回报难以保证，经济将偏离最优增长路径。2000 年以来，中国投资和出口表现强劲，而消费需求却持续萎靡不振，结构性矛盾日益突出。短短数年，最终消费率（消费/GDP）由 2000 年的 62.3%下降到 2013 年的 51%，居民消费率由 2000 年的 46.4%下降至 2013 年的 37%，[②]消费需求相对不足已经构成中国经济又好又快发展的重要制约因素。

针对消费需求不足的问题，政府在过去的十年里不断出台各种政策措施以提升消费。然而，事与愿违，中国最终消费率在 2000 年以来持续下滑，目前，中国已经是世界主要国家中消费率最低的国家。针对中国消费需求不足问题，近年来涌现了大量的文献，讨论了各种

[①] 数据来源：《中国统计年鉴，2014》；《中国资金流量表历史数据：1992-2004》；中国人民银行网站。
[②] 数据来源：《中国统计年鉴，2014》。

可能导致中国消费不足的原因。[①]然而，这些研究大多仅能解释中国消费率偏低，却不足以解释中国消费率快速下降的趋势（陈斌开等，2010）。

本文命题 2 指出，利率压低可能导致消费率下降，投资率上升。其理论逻辑在于，利率压低将导致家庭收入占比下降，企业收入占比上升，由于家庭是消费的主体，企业是投资的主体，因此，利率压低将导致消费率下降，投资率上升。实际利率越低，消费率越低，投资率越高。图 3 描述了真实利率与消费率和投资率的关系。

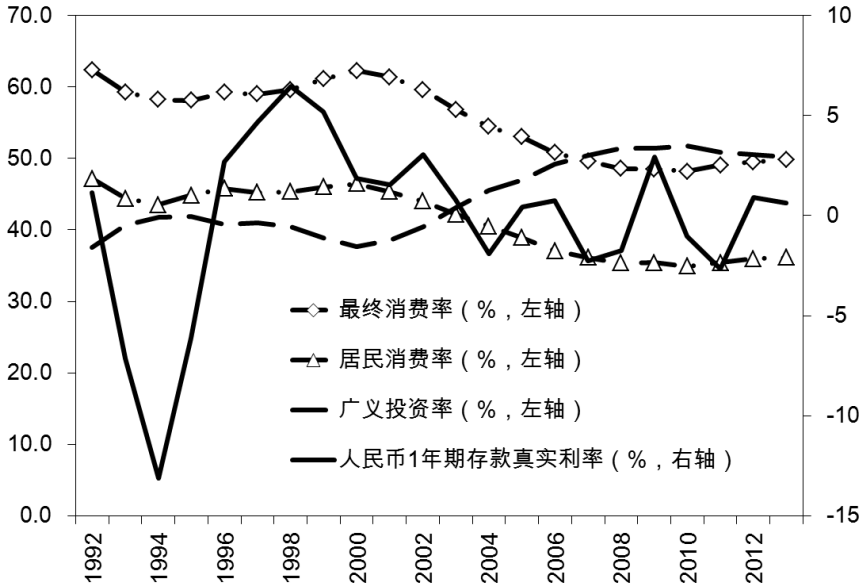

图 3. 实际利率与需求结构（1992-2013）[②]

从图 3 中可以看出，实际利率与消费率同方向波动，与投资率反方向波动，和理论预期相符。1993-1995 年间，中国实际利率为负，最终消费率和居民消费率也相对较低，投资率则相对较高；1996-1998 年，实际利率稳步回升，最终消费率和居民消费率有所上升，投资率略有下降；1999 年以后，实际利率总体上呈现下降趋势，最终消费率和居民消费率则开始不断下滑，投资率则持续上升。这些经验证据都很好地支持了命题 2，利率管制将压低消费，提高投资，导致需求结构失衡。

需要指出的是，利率管制除了通过国民收入分配结构影响消费，还可能通过其他渠道对消费率产生影响。首先，在金融市场上，穷人往往是存款者，富人往往是贷款者，低利率政策本质上形成了一种穷人补贴富人的“倒挂”机制，导致居民收入分配不断恶化，而收入差距扩大将导致居民消费率下降。其次，必须特别强调低利率通过影响住房价格进而抑制消费的机制。住房兼具投资品和消费品两种性质，低利率不仅会鼓励普通消费者通过抵押贷款来购房，还会鼓励投资者通过投资房地产来获取回报。实际利率越低，住房投资成本越低，投资需求越大，住房价格越高。在缺乏有效机制甄别真实居住需求和投资需求的情况下，房价上

[①] 这些可能原因包括人口红利提高、男女性别比例上升、家庭预防性储蓄动机、金融市场不完善、收入分配恶化、消费文化和消费习惯等因素（Modigliani和Cao, 2004；易行健等，2008；程令国和张晔，2011；何立新等，2009；杨汝岱、陈斌开，2009；万广华等，2001；杭斌，2009；周建、杨秀祯，2009；杨汝岱和朱诗娥，2007；况伟大，2011；Wei和Zhang, 2011）。

[②] 数据来源：《中国统计年鉴，2014》；中国人民银行网站。与本文理论模型相一致，我们将当期未消费的产品定义为广义投资，即：广义投资率=（资本形成总额+净出口）/GDP。

涨会加强消费者和投资者的房价上涨预期，最终使房价上涨成为一个自我加强的趋势。问题在于，房价上涨将对普通消费者形成巨大的支出负担，大部分消费者不得不“为买房而储蓄”（至少要存首付），并相应地挤出其他消费（即通常所说的“房奴”现象）。近十年来快速上升的房价与低实际利率的趋势吻合，导致居民消费率下降，储蓄率上升（陈斌开、杨汝岱，2013）。

（三）利率管制与产业结构失衡

根据国际一般规律，在经济发展过程中，工业部门增加值占 GDP 比重将呈现先上升后下降的特征，而服务业部门增加值占 GDP 比重将持续上升。然而，在过去十年里，中国服务业部门发展趋于停滞，2001-2011 年间，中国服务业增加值占 GDP 比重从 40.5%上升到 43.3%，十年仅上升了不到 3 个百分点。与此同时，中国工业增加值比重则一直处于高位，工业增加值占 GDP 比重十年间一直维持在 40%左右。在工业部门内部，重工业比重持续上升，从 2001 年 60.6%上升到 2011 年 70.8%，产业结构呈现快速资本深化的特征。[①]

对于中国服务业部门发展滞后的原因，学者们从不同角度展开了研究（江小涓和李辉，2004；汪德华等 2007；张斌和何帆，2006；徐建国，2011）。然而，这些文献多集中于研究服务业部门发展滞后的原因，还没有对近年来中国产业结构快速资本深化，重工业部门比重不断上升的事实提供解释。本文命题 3 强调，利率压低可能是中国产业结构出现快速资本深化的重要原因。实际利率体现了资本的相对价格，资本价格越低，企业越有激励使用资本替代劳动，产业的资本密集度越高，资本深化就越快。为检验命题 3 的逻辑在中国是否成立，图 4 描述了 1992-2011 年间实际利率与产业结构变迁的关系。

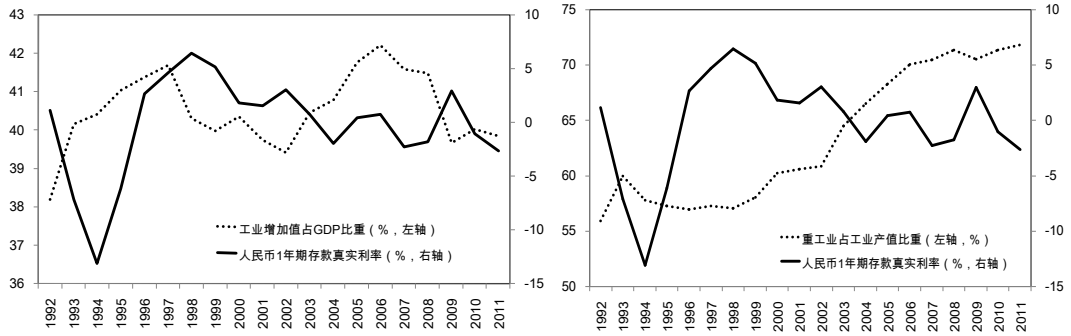

图 4 实际利率与中国产业结构（1992-2011）[②]

从左图中可以看出，实际利率与工业部门发展之间存在明显关系。1993-1995 年间，中国实际利率为负，工业增加值占 GDP 比重快速上升；1996-2002 年，实际利率处于相对高位，工业部门增加值占比则有所下降；2002 年以后，实际利率在零附近波动，工业增加值占比则相对较高。[③]利率管制与产业结构的关系在工业部门内部表现更为明显。从右图中可以看出，重工业占工业产值比重在 1999 年之后快速上升，反映了中国工业部门快速资本深化的事实。工业部门最重要的生产要素是资本和劳动，1999 年以来，中国资本价格——实际利率——持续处于低位且呈现下降趋势，这将鼓励企业使用资本替代劳动，选择更加资本密集型的产业，重工业产值比重因此而快速上升。

利率管制扭曲了资本价格，而劳动力市场的城乡和地区间分割则扭曲了劳动力价格，进

[①] 数据来源：《中国统计年鉴》，1993-2012。

[②] 数据来源：《中国统计年鉴》，1993-2012；中国人民银行网站。由于缺乏重工业产值占比最新数据，数据更新至 2011 年。

[③] 王勋、Johansson（2013）基于跨国数据研究了金融抑制与产业结构的关系，发现金融抑制阻碍了服务业的发展；唐国正、刘力（2005）研究了利率管制对企业资本结构的影响。

一步加剧了中国产业结构失衡。在户籍制度的制约下，农民工无法与城镇居民共享本地教育、医疗、住房、养老等公共服务，导致劳动力在城乡和地区间流动的成本上升，进而推高农民在城镇就业的保留工资。近年来，中央推行了大量惠农政策，[①]改善了农村生活质量，同时也进一步提高了农民进城务工的保留工资。换而言之，在资本价格被压低的同时，中国劳动力价格却在上升，这将进一步加快中国产业资本深化的步伐。

（四）利率管制与城乡结构失衡

城市化和工业化是中国经济增长的重要动力，然而，相比于工业化的快速推进，中国城市化进程却相对滞后。2013 年，中国城镇化率仅为 53%，如按户籍人口计算还不到 40%，[②]远低于发达国家近 80%的平均水平。更重要的是，在国际比较中，中国的常住人口城市化率比其经济发展水平应该具有的城市化水平低了大约 10 个百分点(Lu et al., 2013)。从工业化与城市化的比较看，2013 年中国第二产业增加值占 GDP 的比重高达 43.7%，但就业比重仅为 30%，第一产业增加值占 GDP 比重 9.4%，但就业比重高达 33.6%，[③]城市化远远滞后于工业化水平。城市化滞后意味着农民无法有效向城市转移，农村人口相对上升，在土地禀赋给定的现实约束下，这必然导致农民增收更加困难，城乡间收入差距难以缩小。

由于存在户籍制度对于劳动力流动的阻碍以及城市内部对外来人口的公共服务歧视，城市部门的资本积累进程将不能充分地吸纳就业，从而产生城市化滞后于工业化的现象（陈钊和陆铭，2008；刘晓峰等，2010）。那么，在给定的制度环境下城镇就业增长与资本积累之间的差距如何随时间变化呢？本文命题 3 表明，利率管制将导致城市化水平滞后于工业化水平，实际利率越低，城市化滞后于工业化越严重。我们以城镇就业增长率与工业增加值增长率的差异作为城市化滞后于工业化的度量，检验实际利率对城市化进程的影响，图 5 描述了二者之间的关系。

从图中可以看出，城市化滞后于工业化的幅度与实际利率密切相关。1993-1997 年间，中国实际利率从最低点有所回升，城市化和工业化的差距也有所弥合；1998-2002 年，中国实际利率水平相对较高，城市化和工业化差距也相对较小，但随着利率下降，二者差距在此期间有所扩大。2002 年以来，实际利率被持续压低，在零附近有所波动，城市化与工业化的差距则随着利率波动而同向波动。由此可见，以压低利率为主要特征的利率管制可能是导致中国城市化滞后于工业化的重要原因，与命题 3 的结论相一致。

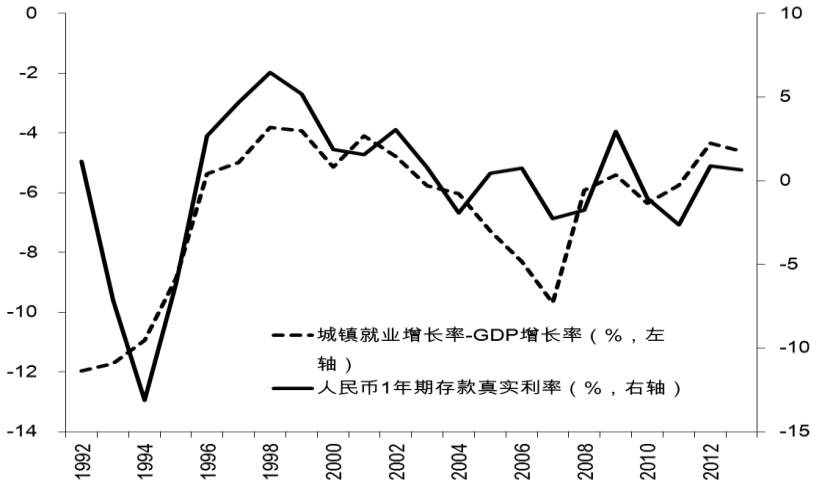

图 5 实际利率与中国城市化进程（1992-2013）[④]

[①] 包括免除农业税、种粮直补、农村义务教育免费、新农村合作医疗、新农村养老保险等。

[②] 数据来源：《中国人口和就业统计年鉴，2014》。

[③] 中华人民共和国国家统计局编：《中国统计年鉴 2014》。

[④] 数据来源：《中国统计年鉴》，1993-2014；中国人民银行网站。

与中国城市化发展滞后相伴随的一个现象是中国经济增长创造就业能力偏低。1992-2013 年间，中国真实 GDP 年均增长率为 9.8%，但年均城镇就业增长率仅为 3.6%，经济增长创造就业能力较低。[①]陆铭和欧海军（2011）的研究发现，如果看单位 GDP 增长带来的就业增长，中国的“就业弹性”明显低于世界上相似发展阶段的国家，偏离了中国作为一个劳动力资源丰富国家本应有的比较优势，同时，政府干预程度越深，单位 GDP 创造就业能力越低。本文命题 3 对这个现象提供了另外一种可能解释，利率管制可能导致单位 GDP 创造就业能力下降。其理论逻辑在于，利率管制将导致企业倾向于使用资本替代劳动，这些资本密集型产业吸纳就业的能力偏低，导致“高增长、低就业”的现象。为检验命题 3 在中国的适用性，我们以城镇就业增长率与 GDP 增长率之差度量单位 GDP 创造就业的能力，图 6 刻画了实际利率和经济增长就业创造能力的关系。

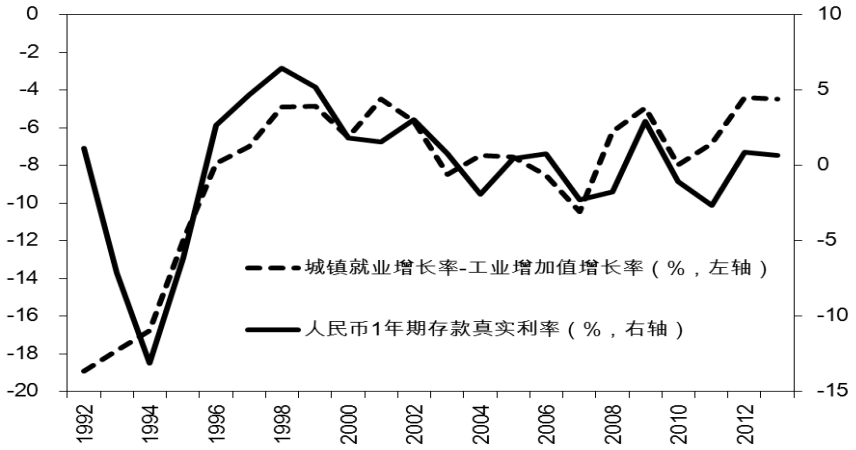

图 6 实际利率与中国经济增长就业创造能力（1992-2013）[②]

从图中不难看出，利率管制与中国经济增长的就业创造能力高度相关，实际利率越高，经济增长的就业创造能力越强，实际利率越低，经济增长的就业创造能力越弱。1993-1997 年间，中国实际利率趋于上升，经济增长创造就业的能力也有所增强；1998 年以来，实际利率呈现下降趋势，经济增长创造就业能力也随之下降。

从以上分析中可以看出，中国收入分配结构扭曲、需求结构不平衡、产业结构不合理、城市化严重滞后于工业化等一系列现象基本都是从 2000 年左右开始凸显的。与大多数研究的局部分析不同，本文从利率管制入手，在统一的框架下为中国经济结构的多重失衡问题找到了共同的答案。

五 利率管制、结构性动态无效率与社会福利

管制利率、鼓励投资可以加速资本积累，对于发展中经济来说似乎未必是坏事。针对这种可能的观点，本部分将明确回答以下两个问题：第一、中国经济多重失衡是不是“有效的失衡”？第二、“失衡的增长”在未来是否可持续？回答这两个问题的重要性在于，如果中国的多重失衡是有效率的，“失衡的增长”就可以持续，政府也就无需对经济结构进行调整。反之，如果失衡是经济无效率的表现，中国目前的经济增长模式将难以持续，政府需要调整经

[①] 数据来源：《中国统计年鉴，2014》。
[②] 数据来源：《中国统计年鉴》，1993-2014；中国人民银行网站。

济结构，转变经济发展方式，实现经济“再平衡”。

关于经济失衡是否“有效”以及失衡是否可持续的问题，国际上存在诸多理论上的争论。针对美国外部失衡（贸易逆差）是否可持续问题，Caballero 等人（2008）认为，美国金融市场的比较优势导致大量资本流入美国，造成了美国的低利率和高贸易逆差。[①]换而言之，正是金融市场的有效性导致了美国外部失衡，因此，这种失衡是有效率的，也是可以持续的。Obstfeld 和 Rogoff (2005, 2007, 2009) 则针锋相对，认为持续时间很长且不断上升的贸易逆差必然反映了国内的结构性问题，包括政府过度负债，汇率高估等。也就是说，美国外部失衡是市场扭曲的结果，因此，这种失衡是无效率的，也是难以持续的。[②]由此可见，对于失衡是否“有效”的判断最终取决于对失衡产生原因的研究。

与 Obstfeld 和 Rogoff 的思想相似，我们认为，中国持续十余年且不断恶化的多重失衡反映了国内的结构性问题。上文的分析表明，中国这些结构性问题的根源是金融市场扭曲——利率管制。因此，理解中国多重失衡是否“有效”需要分析利率管制对社会福利的影响，考察多重失衡的可持续性也不能仅从经济失衡本身入手，而应该在利率管制的框架下展开。

研究利率管制对社会福利的影响需要借助于一个重要概念——动态无效率。经济处于动态无效率状态是指，可以通过某种政策措施（如降低储蓄率），同时提高家庭当期和未来的消费和福利水平。换而言之，如果当前家庭福利水平严格低于政策调整后的福利水平，我们称当前经济状态为“动态无效”。在标准索罗模型下，当储蓄率过高，经济可能处于动态无效率状态，降低储蓄率可以同时提高家庭当期和未来的消费水平。[③]其经济学直觉在于，储蓄率过高将导致资本积累过度，由于资本边际报酬递减，过度资本累积将导致资本回报率下降，当资本回报率低到无法弥补当期消费下降的福利损失，降低储蓄率可以同时提高当期消费和未来消费，即经济处于动态无效率状态。

由此可见，中国高储蓄及与之相伴随的多重失衡是否会降低社会福利取决于中国经济是否处于动态无效率区域。国内学者对中国是否处于动态无效率区域进行了广泛地讨论，部分文献发现中国已经处于动态无效率区域（史永东和齐鹰飞，2002；袁志刚和何樟勇，2003），其他研究却发现中国依然处于动态有效区域（吕冰洋，2008）。[④]然而，如果中国处于动态无效率区域，这意味着中国投资回报率很低，一个投资回报率很低的国家怎么可能保持超过 30 年的快速增长？相反，如果中国经济是动态有效的，又如何解释中国存在大量低回报率的投资（如国有企业），如何解释中国政府持有大量低回报率的外汇储备？本文认为，这些看似矛盾的研究结论和现实观察源自没有充分考虑中国金融市场扭曲——利率管制——对社会福利的影响。

在标准宏观经济学模型中（如拉姆齐模型），动态有效的最优经济增长路径必然建立在内生利率的基础之上。如果资本边际产出很高，那么，较高的利率就可以吸引居民增加储蓄，减少当期消费；反之，资本边际产出下降将导致利率下降，进而抑制居民储蓄。事实上，在标准拉姆齐模型中，消费是家庭跨期最优化的结果，动态无效率不可能出现，动态无效率只有可能出现在偏离标准模型的市场不完备情形下。在中国，利率管制是市场不完备的重要形式，当利率受到管制而被人为压低时，这将起到鼓励投资和抑制消费的作用。从最为简单的经济学逻辑来看，当利率被管制的时候，除非恰巧管制利率正好等于自由经济下内生决定的

[①] 徐健炜和姚洋（2010）拓展了 Caballero 等人的分析框架，从金融比较优势的视角实证分析了国际分工对经济失衡的影响。

[②] Obstfeld 和 Rogoff 的预言在 2008 年金融危机呈现出来，越来越多的学者开始接受他们对全球经济失衡原因和影响的分析。

[③] 在索罗模型中，存在一个最优的储蓄率水平，使得经济稳态消费水平最大化，此时的人均有效资本存量称为资本的“黄金律水平”，当资本积累超过“黄金律水平”，经济处于“动态无效率”状态（Phelps, 1961）。

[④] 与史永东和齐鹰飞（2002），袁志刚和何樟勇（2003）的研究不同，吕冰洋（2008）没有将财政投资计入投资成本，同时将资本间接税计入资本收益，造成了研究结果的差异。然而，这些文献都只是在单部门索罗模型的基准框架下对中国经济的动态有效性进行测算，忽略了中国不同部门之间投资行为的结构性差异。

利率，否则，管制利率水平之下的增长路径必然偏离其动态最优路径，造成资源错误配置，损失社会福利。

现实中，利率管制必然导致金融市场分割，降低金融资源配置效率。当利率被压低时，信贷市场就必然出现供需不等，市场出清无法实现，这就要求政府直接干预金融市场，对有限的金融资源进行配给，造成了正规金融市场的信贷配给。无法从正规金融市场获取贷款的企业（主要是民营企业和中小企业）不得不转向非正规金融市场，由于非正规金融供给远远小于需求，这将导致非正规金融市场利率高企。由此可见，利率管制将把金融市场分割为低利率的正规金融市场和高利率的非正规金融市场。可以从正规金融市场融资的企业资金成本非常低，导致这些企业即使进行大量低效率投资也可以盈利；相反，由于非正规金融市场融资成本很高，这要求从非正规金融市场融资企业的投资回报率必须很高。[①]换而言之，分割的金融市场必然导致企业投资回报率的差异，可以获得正规金融资源企业投资回报率很低，无法获得正规金融资源企业的投资回报率很高，本文将这种现象称为“结构性动态无效率”。

“结构性动态无效率”是指，经济中的某些部门处于动态无效率状态，而其他部门处于动态有效率状态。在利率管制的背景下，银行的最优选择是把贷款发放给风险较小的企业，其结果必然是，拥有政府隐性担保国有企业和地方政府最容易获得银行贷款。以工业企业平均利息支出作为企业贷款额的度量，图 7 描述了 2001~2008 年间国有企业和非国有企业平均贷款情况。

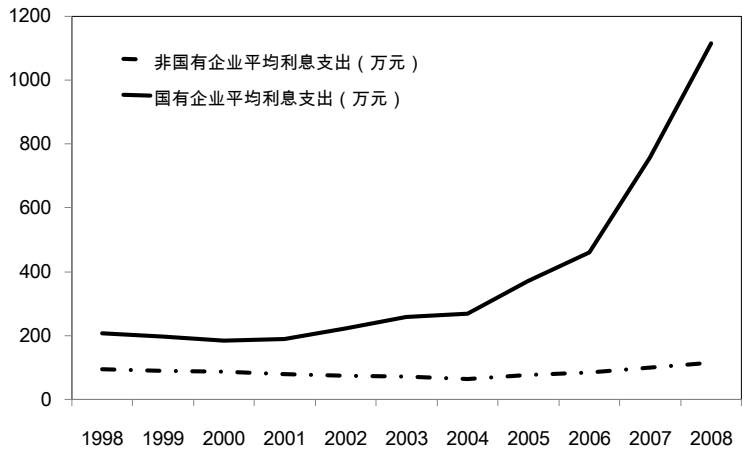

图 7 中国国有企业和非国有企业贷款额度（1998-2008）[②]

从图 7 中可以看出，国有企业平均利息支出一直高于非国有企业。更重要的是，在 1998-2008 年间，非国有企业贷款基本处于停滞状态，国有企业贷款呈现持续上升趋势，这一态势在 2004 年以后变得尤为明显。2008 年，国有企业平均贷款额已经是非国有企业的近 10 倍。[③]获取大量低息贷款的国有企业有激励进行过度投资，直到其投资回报率与资本成本——实际利率相近，换而言之，低利率将诱导容易获得贷款的企业进行大量低效率投资。以产出-资本比作为资本边际产出的度量，[④]图 8 描述 1998-2007 年间国有企业和非国有企业资

① 卢峰和姚洋（2004）对金融抑制下金融资源配置及其对经济增长的影响进行了深入地分析。

② 国有企业包括登记注册类型为国有企业、国有独资公司、国有联营企业三种类型，平均利息支出为工业企业利息支出的简单平均值。数据来源：中国工业企业调查微观数据库。

③ 如果考虑到国有企业贷款利率相对更低的事实，利息支出差异低估了国有企业和非国有企业贷款的差异，国有企业贷款优势可能比本文数据呈现的更为突出。

④ 在科布-道格拉斯的生产函数设定下，$Y=AK^{\alpha}L^{(1-\alpha)}$。资本的投资回报率为资本边际产出 $MPK=A\alpha K^{(\alpha-1)}L^{(1-\alpha)}=\alpha(Y/K)$，即资本边际产出是产出资本比的线性函数，因此可以使用产出-资本比来度量投资回报率。

本的投资回报率。

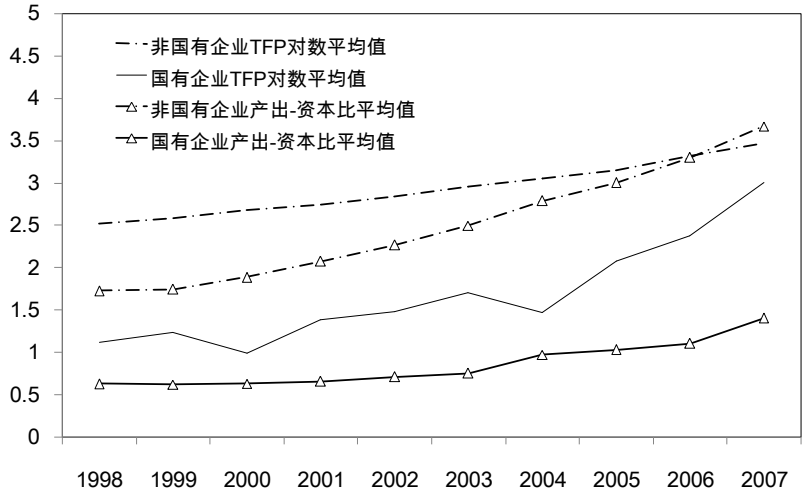

图 8 中国国有企业和非国有企业资本产出效率（1998-2007）[①]

从图中可以看出，非国有企业产出资本比大大高于国有企业，说明非国有企业资本边际产出和投资回报率远远大于国有企业。这与本文的理论推断是完全一致的：获得低利率贷款的国有企业进行过度投资，投资回报率很低，导致经济呈现“动态无效率”的特征；非国有企业从银行获取低息贷款的难度更大，资金的机会成本更高，这就要求非国有企业投资回报率很高，使得经济呈现出“动态有效率”的特征。利率管制背景下不同企业资本回报率差异造成了中国经济“结构性动态无效率”的现象。

图 8 进一步比较了国有企业和非国有企业全要素生产率（TFP）的差异。不难看出，国有企业生产率大大低于非国有企业。[②]因此，中国的低息贷款实际上流向了生产效率更低的国有企业，这将进一步恶化资源配置效率，造成中国经济的“结构性动态无效率”。基于“结构性动态无效率”的框架，可以清楚地解释为什么中国经济高速增长的同时却伴随着大量低回报率投资的现象：利率管制造成中国高投资回报率和低投资回报率的企业共存，高投资回报率企业是中国实现快速经济增长的原因，而低投资回报率企业因为可以获取低息贷款而持续存在于现实经济中。

综合以上分析可知，利率管制导致了金融市场分割，资金成本不同必然引致企业投资回报率差异，高回报率企业和低回报率企业并存造成了“结构性动态无效率”。多重失衡实际上是中国经济“结构性动态无效率”的表现形式。容易获得低息贷款的企业有激励用资本替代劳动，使用资本密集型技术，这将导致产业结构呈现快速资本深化倾向。获得更多资本的部门（主要是国有企业）产出效率低，表现为产出与资本之比低，反过来就体现为投资-产出比高。同时，资本密集型技术对劳动力需求更小，这将导致劳动收入占比下降，劳动报酬上涨跟不上经济增长，就业增长率低于经济增长率，城市化滞后于工业化等一系列现象。劳动收入占比下降将进一步抑制消费需求，造成中国内外需求结构失衡。

在上述逻辑框架下，多重失衡体现了利率管制下中国经济“结构性动态无效率”的特征，

以产出-资本比来测度资本边际产出是文献中比较常用的方法，如 Dollar 和 Wei (2007).

① 全要素生产率（TFP）度量企业的生产效率，计算 TFP 的基本思想是在产出（增加值）中剔除资本和劳动的贡献，其残差即为全要素生产率（TFP）对产出的贡献。本文企业 TFP 对数值通过 Olley 和 Parker (1996) 方法计算得到，TFP 年平均值为企业 TFP 对数值的简单平均。由于 2008 年企业数据中增加值变量缺失，因此 TFP 和资本-产出比数据截止于 2007 年。数据来源：中国工业企业调查微观数据库。

② 二者差异在 2004 年以后有所缩小很可能是因为大量低息贷款在 2004 年后流向了国有企业（图 7），降低了国有企业资金成本，而这并不一定反映了国有企业生产效率提高。

因此，中国经济失衡并非“有效的失衡”，“失衡的增长”在未来也难以持续。目前，中国经济增长依然高度依赖于外部需求，当外部需求萎缩时，总需求下降将导致产能相对过剩进一步凸显。在国内经济失衡（产业结构、国民收入分配结构和城乡结构）没有根本性改变之前，国内需求难以自动回升，总需求萎缩将导致经济增长率下滑。在短期内，政府可以通过高投资来消化过剩产能，拉动经济增长。然而，投资是一把双刃剑，它在消化本期产能的同时扩张了未来产能，这将进一步恶化未来的供需矛盾和多重失衡格局。事实上，投资是否可用于推动经济增长最终取决于投资回报率，如果投资回报率很高，利用投资提升短期需求进而拉动经济增长是可行的，如果投资回报率很低，利用投资拉动短期增长将以未来经济增长率下降和多重失衡加剧为代价。遗憾的是，在利率管制没有改变的前提下，中国的储蓄将主要通过金融系统流向低效率的国有企业和政府部门，高储蓄主要转换为低效率的投资，造成社会福利损失。[①]因此，在利率管制的背景下，投资驱动的经济增长模式将进一步恶化中国多重失衡的现象，进而阻碍中国长期经济发展。

行文至此，一直是在封闭经济的条件下讨论多重失衡的动态无效性，这里，有必要将讨论拓展至开放经济中，排除多重失衡仍然是动态有效的可能性。考虑一个包含中国和美国的两国模型，在美国存在着快速的创新和经济增长，并且存在着一个有效的金融市场，可以让中国居民的储蓄投向美国，分享美国的高资本回报。这时，中国居民高储蓄、低消费的现状在动态上可能是有效的，因为中国居民的储蓄将借助于国际金融市场获得高回报，从而增加未来的收入和消费。同时，美国的高经济增长预期将支持美国居民通过借贷来消费，并消化中国的产能，而这又将保证中国国内投资可能通过出口来获取高回报，市场配置资源的结果将是中国的投资回报与借贷给美国所获取的回报趋于一致[②]。而这样“美好”的局面只有理论上的可能性，这种开放经济条件下动态有效性所需要的两个条件并不成立。首先，美国可持续的创新和经济增长并不是现实，事实上，中国经济增长率在过去 30 年都远远高于美国，这意味着中国的平均资本回报率大大高于美国，将中国的资本投资于低回报率的美国是经济低效率的表现。即使从长期来看，美国的创新和经济增长能够持续，中国居民也难以通过国际金融市场来分享美国的投资回报率。由于中国居民的储蓄有相当大的一部分体现为官方持有的外汇储备，而美国对于中国主权基金的投资是有限制的，更加剧了中国居民分享美国实体经济投资收益的障碍。

最后需要讨论的是“外部性”的机制。在本文的分析中，为了简化，我们假定所有投资均可获得投资回报，而不具有“外部性”，实际上，如果存在大量外部性，特别是当外部性带来的收益体现在未来的时候，那么，在短期内的投资占 GDP 之比提高，就未必是动态无效的。对此，我们有三个观点：第一，即使是外部性是存在的，管制利率能够最大化社会总收益，必须要假定计划者具有超能力的信息处理能力，而这在理论上成立的可能性是极低的；第二，如果外部性是存在的，也很难解释本文所讨论的一些结构性失衡现象，比如说获得金融资源更多的国有企业的 TFP 系统地低于民营企业；第三，在实证上，2003 年之后是实际利率被低估的时期，而这一时期，全国工业企业的 TFP 增长率是下降的，资源配置效率也恶化了（陆铭和向宽虎，2014），由于这一结论是基于企业数据得到的，不包括政府部门的基础设施投资，因此不能由后者可能存在的外部性得到解释。

六 从失衡走向平衡：“改革”与“危机”的赛跑

[①] 换个角度看，如果政府有能力引导投资进入更高生产率的行业，投资驱动的经济增长在短期和长期都是可行的。然而，在金融抑制的背景下，政府要保证投资的有效性是非常困难的。

[②] 这也是 Caballero 等人（2008）认为美国经济失衡可以持续的原因。

无论是从中国今天所面临的国际压力来说，还是考虑到国内结构性矛盾所造成的效率与福利损失，中国经济从多重失衡走向全面平衡都是未来必须完成的任务。这种结构调整如果不主动通过国内体制与政策的改革来实现，那么，持续的多重失衡格局将不断提高经济危机的风险，这无论是对中国，还是对全世界，都不是一个好消息。

基于利率管制的视角，本文在统一的框架下解释了中国多重失衡的六个核心现象：产业结构快速资本深化，城市化滞后于工业化进程，就业增长速度落后于经济增长速度，劳动报酬增长滞后于劳动生产率增长，国民收入分配不断从居民向企业和政府倾斜，消费占 GDP 比重持续下降。进一步地，我们认为，中国多重失衡是一种“无效的失衡”，是中国经济“结构性动态无效率”的表现形式，因此，“失衡的增长”在未来难以持续，多重失衡将成为中国经济健康可持续发展的重要制约因素。

那么，中国经济如何才能实现“再平衡”，进而维持经济的持续稳定健康发展？本文研究表明，要实现中国经济的“再平衡”，需要从金融市场改革入手。只有理顺了市场经济中最重要的价格信号——利率，经济主体才能在价格机制的引导下做出最优的生产和消费决策，中国多重失衡才能逐步缓解，经济效率才能稳步提高。随着经济发展，利率管制政策对中国经济的负面作用将越来越大，推进利率市场化改革已经成为业界和学术界的共识。2015 年，政府放开了存款利率管制，大大地推动了利率市场化进程。同时，随着近年来投资增速的下滑，中国经济出现了再平衡的迹象。

然而，利率市场化并未全面完成，因为只有把不受管制的利率和市场化的行为主体相结合才能实现真正意义上的利率市场化。当前，虽然在正规金融市场上的利率已经基本上由市场力量决定，但是，近年来影子银行大规模地成长起来，这一市场上的利率远远高于正规金融市场的利率。问题在于，影子银行上存在着大量对利率不敏感的地方政府和国有企业融资，高利率并不真正反映这些融资所对应的投资的真实回报率，“刚性兑付”的预期仍然在促使金融机构给政府和国有企业融资，这样，金融市场价格信号失真，影子银行里的融资仍然在大量投向无效率的项目。同时，在正规金融里获得低利率贷款的国有企业仍然在将金融资源导向影子银行，获取两个市场的利差，其利润仍然在构成对于低效率的国有企业（包括一些所谓“僵尸企业”）的补贴。因此，利率市场化的本质还不仅限于正规金融市场上利率的去管制，更重要的是，让各类金融市场上的利率能够反映资本回报，将低效率的企业（特别是不产生效益的所谓“僵尸企业”）挤出市场，这是下一步金融市场改革的重点。

需要指出的是，在国内经济企稳的背景下，稳妥地推进人民币自由兑换也是必要的，这有利于中国居民通过国际金融市场寻找投资机会，降低国内高储蓄的“动态无效性”。最后，在金融市场改革不可能一蹴而就的现实约束下，政府需要优化投资结构，积极引导资金进入生产率更高的地区和部门（比如某些回报率较高的基础设施投资等），这是短期内提高经济动态效率的一种次优选择。然而，从长期看，在中国潜在经济增长率高于世界上其他地区的情况下，国内金融市场的改革是缓解经济“动态无效性”更为根本的举措。

在今天的中国，存在着多方面的力量来推动其国内改革，缓解生产要素价格扭曲和经济失衡局面。第一，民营部门长期以来是利率管制的受损者，他们较难在正规金融市场上获得支持，在非正规金融市场上获取融资不仅要支付高昂的利率，还面临非法的风险。随着民营部门的成长壮大，其发出的改革呼声也将增强。第二，金融市场的持续开放会逐步引入来自国外的金融机构，各类金融机构在市场上竞争，会促进实际利率反映资本的真实价值。最后，由市场竞争所产生的一些金融产品创新也可能导致一部分金融资源流向高效率部门，克服传统金融部门的低效率，并为普通劳动者提供分享资本收益的渠道。

纵观人类历史，潜在的危机永远都是改革的动力。金融改革必然对获取低成本融资的国有企业和地方政府形成冲击，因此将面临巨大的阻力。然而，今天的中国既有来自历史与他国的经验，又有不断深入的研究积累，在我们看来，尽管利率市场化存在一定风险（纪洋等，

2015），中国主动通过内部改革来实现全面平衡的可能性是有的。当前的问题是，必须对经济出现多重失衡的原因与机制有清楚的认识，从而在“改革”与“危机”的赛跑中获胜。

参考文献

白重恩、钱震杰（2009）：《国民收入的要素分配：统计数据背后的故事》，《经济研究》第 3 期。

白重恩、钱震杰（2009）：《谁在挤占居民的收入—中国国民收入分配格局分析》，《中国社会科学》第 5 期。

陈斌开、林毅夫（2012）：《金融抑制、产业结构与收入分配》，《世界经济》第 1 期。

陈斌开、陆铭、钟宁桦（2010）：《户籍制约下的中国居民消费》，《经济研究（消费金融专辑）》第 12 期。

陈斌开、杨汝岱（2013）：《土地供给、住房价格与中国城镇居民储蓄————基于中国城镇住户调查（UHS）数据的微观实证研究》，《经济研究》第 1 期。

陈钊、陆铭（2008）：《从分割到融合：城乡经济增长与社会和谐的政治经济学》，《经济研究》第 1 期。

程令国、张晔（2011）：《早年的饥荒经历影响了人们的储蓄行为吗?——对我国居民高储蓄率的一个新解释》，《经济研究》第 8 期。

龚刚、杨光（2010）：《从功能性收入看中国收入分配的不平等》，《中国社会科学》第 2 期。

杭斌（2009）：《习惯形成下的农户缓冲储备行为》，《经济研究》第 1 期。

何立新、封进、佐藤宏（2008）：《养老保险改革对家庭储蓄率的影响：中国的经验证据》，《经济研究》第 10 期。

纪洋、徐建炜、张斌（2015）：《利率市场化的影响、风险与时机——基于利率双轨制模型的讨论》，《经济研究》第 1 期。

江小涓、李辉（2004）：《服务业与中国经济:相关性和加快增长的潜力》，《经济研究》第 1 期。

况伟大（2011）：《房价变动与中国城市居民消费》，《世界经济》第 10 期。

李稻葵、刘霖林、王红领（2009）：《GDP 中劳动份额演变的 U 型规律》，《经济研究》第 1 期。

刘晓峰、陈钊、陆铭（2010）：《社会融合与经济增长——城市化和城市发展的内生政策变迁理论》，《世界经济》第 6 期。

卢峰、姚洋（2004）：《金融压抑下的法治、金融发展和经济增长》，《中国社会科学》第 1 期。

陆铭、欧海军（2011）：《高增长低就业——政府干预与就业弹性的实证研究》，《世界经济》第 12 期。

陆铭、向宽虎（2014）：《破解效率与平衡的冲突——论中国的区域发展战略》，《经济社会体制比较》第 4 期。

吕冰洋（2008）：《中国资本积累的动态效率：1978-2005》，《经济学季刊》第 7 卷第 2 期。

聂辉华、江艇、杨汝岱（2012）：《中国工业企业数据库的使用现状和潜在问题》，《世界经济》第 5 期。

史永东、齐鹰飞（2002）：《中国经济的动态效率》，《世界经济》第 8 期。

唐国正、刘力（2005）：《利率管制对我国上市工资资本结构的影响》，《管理世界》第 1 期。

万广华、张茵、牛建高（2001）：《流动性约束，不确定性与中国居民消费》，《经济研究》第 11 期。

汪德华、张再金、白重恩（2007）：《政府规模, 法治水平与服务业发展》，《经济研究》第 6 期。

王勋、Johansson, A.（2013）：《金融抑制与经济结构转型》，《经济研究》第 1 期。

徐建国（2011）：《人民币贬值与服务业停滞》，《世界经济》第 3 期。

徐建炜、姚洋（2010）：《国际分工新形态, 金融市场发展与全球失衡》，《世界经济》第 3 期。

徐忠、张雪春、丁志杰、唐天（2010）：《公共财政与中国国民收入的高储蓄倾向》，《中国社会科学》第 6 期。

杨汝岱、陈斌开（2009）：《高等教育改革，预防性储蓄与居民消费行为》，《经济研究》第 8 期。

杨汝岱、朱诗娥（2007）：《公平与效率不可兼得吗?——基于居民边际消费倾向的研究》，《经济研究》

第 12 期。

易行健、王俊海、易君健（2008）：《预防性储蓄动机强度的时序变化与地区差异》，《经济研究》第 2 期。

袁志刚、何樟勇（2003）：《20 世纪 90 年代以来中国经济的动态效率》，《经济研究》第 7 期。

张斌、何帆（2006）：《货币升值的后果——基于中国经济特征事实的理论框架》，《经济研究》第 5 期。

赵奉军（2015）：《中国城镇居民住房消费的再估计——基于中国家庭追踪调查数据的实证估计》，《当代财经》第 1 期。

周建、杨秀祯（2009）：《我国农村消费行为变迁及城乡联动机制研究》，《经济研究》第 1 期。

Abiad, A.: Detragiache, E. and Tressel, T. “A New Database of Financial Reforms,” IMF Working Paper, 2008, 08/266. Available at: http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=22485.0.

Aghion, P. and Bolton P. "A Theory of Trickle-Down Growth and Development," *Review of Economic Studies*, 1997, 64(2), pp. 151-172.

Aziz, J. and Cui L. “Explaining China's Low Consumption: The Neglected Role of Household Income,” IMF working paper, 2007, 07/181. Available at: http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.cfm?sk=21026.0.

Bai, C.; Li, D.D.; Qian Y. and Wang, Y. “Anonymous Banking and Financial Repression: How Does China's Reform Limit Government Predation without Reducing Its Revenue?” 1999, CEPR Discussion Paper.

Buera, F. J. and Kaboski, J. P. “Scale and the Origins of Structural Change,” *Journal of Economic Theory*, 2012, 147(2), pp.684-712.

Buera, F. J., and Kaboski, J. P. “The Rise of the Service Economy,” *American Economic Review*, 2012, 102 (6), pp.2540-69.

Caballero, R.J; Farhi, E. and Gourinchas, P.O. “An Equilibrium Model of Global Imbalances and Low Interest Rates,” *American Economic Review*, 2008, 98(1), pp.358-393.

Chen, B. and Yao, Y. "The Cursed Virtue: Government Infrastructural Investment and Household Consumption in Chinese Provinces," *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 2011, 73(6), pp.856-877.

Dollar, D., and Wei, S. “Das (Wasted) Kapital: Firm Ownership and Investment Efficiency in China,” NBER Working Paper No. w13103, 2007.

Garnaut, R.; Song, L.; Yao, Y. and Wang, X. *The Emerging Private Enterprise in China*, The National University of Australia Press, Canberra, 2001.

Ju, J.; Lin J. Y. and Wang Y., "Industrial Dynamics, Endowment Structure and Economic Growth," *Journal of Monetary Economics*, 2015, 76(C), pp 244-263.

Kuijs, L. “Investment and Saving in China,” Policy Research Working Paper No. 3633, 2005, (Washington: World Bank). Available at: http://ideas.repec.org/p/wbk/wbrwps/3633.html.

Lu, M.; Chen, Z.; Wang, Y.Q.; Zhang, Y.; Zhang, Y. and Luo, C.Y. *China’s Economic Development: Institutions, Growth and Imbalances*. Northampton, MA: Edward Elgar, 2013.

Modigliani, F., and Cao, S. L., “The Chinese Saving Puzzle and the Life Cycle Hypothesis,” *Journal of Economic Literature*, 2004, 42(1), pp.145-170.

Obstfeld, M. and Rogoff, K. S. “Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustments,” *Brookings Papers on Economic Activity*, 2005, 1, pp. 67-146.

Obstfeld, M. and Rogoff, K. S. "Global Imbalances and The Financial Crisis: Products of Common Causes," Centre for Economic Policy Research working paper, 2009.

Obstfeld, M. and Rogoff, K. S. “The Unsustainable U.S. Current Account Position Revisited,” in Richard H. Clarida, editor, G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment, Chicago: University of Chicago Press, 2007.

Olley, G. S. and Pakes, A. "The Dynamics of Productivity in the Telecommunications Equipment Industry,"

Econometrica, 1996, 64, pp. 1263–1297.

Phelps, E., "The Golden Rule of Accumulation: A Fable for Growthmen," *American Economic Review*, 1961, 51(4), pp.638-643.

Townsend, R. M. and Ueda, K. “Financial Deepening, Inequality, and Growth: A Model-based Quantitative Evaluation,” *Review of Economic Studies*, 2006, 73(1), pp.251-293.

Wei, S., and Zhang, X. “The Competitive Saving Motive: Evidence from Rising Sex Ratios and Savings Rates in China,” *Journal of Political Economy*, 2011, 119(3), pp. 511-564.

Toward Balanced Growth:

Financial Repression, Multi-dimensional Imbalances and Reform Strategy

Chen Binkai and Lu Ming

Abstract: China is an 'outlier' in many respects through the lens of standard economic theory and international experience, which implies that there are some 'anomalies' behind China's unbalanced growth. From the perspective of financial repression, this paper explains China's six core stylized facts within a unified framework: (1) rapid capital deepening in industrial sector; (2) urbanization lagging behind industrialization; (3) employment growth rate lagging far behind economic growth; (4) labor compensation growth lagging behind labor productivity growth; (5) continuous deterioration of income distribution; (6) continuous decline of consumption to GDP ratio. Those facts can be explained by financial repression, which reflects that Chinese economy suffers from the "structural dynamic inefficiency". The distorted growth pattern cannot be sustained in the future, and financial market reform is crucial in the race between "reform" and "crisis".

Key words: Financial Repression, Multi-dimensional Imbalances, Dynamic Inefficiency

JEL: E44, O11